

SPAC：纳斯达克另类通道

新闻动态 [2007-03-05]

这相当于一只已上市的私募基金，所不同的是提前解决了上市融资和退出问题

□ 本刊记者 赵剑飞

1997年12月，在美国先锋种子子公司工作的韩庚辰辞职回到北京，与杨雅生、袁亮等人联合成立了北京奥瑞金种子科技有限公司（下称奥瑞金）。

八年后，2005年11月9日，奥瑞金在美国纳斯达克悄然上市。

与其他中国企业登陆纳斯达克的轰轰烈烈相比，奥瑞金上市几乎不为外界所知，因为奥瑞金采取的是一种特殊的上市方式——与SPAC公司合并。

SPAC，即Special Purpose Acquisition Company，依照字面直译为“特定目标收购公司”，是近两年来在美国纳斯达克蓬勃兴起的一股风潮。SPAC一般由经验丰富的私募基金经理或者专业投资人作为管理团队发起，随后在资本市场公开上市募集资金，利用筹集到的资金，SPAC管理团队寻找有潜力的实业公司并最终与之合并，完成实业公司上市，同时实现SPAC股东的投资收益，实业公司达到上市、融资及套现的目的。

SPAC产生于上世纪90年代，批评者认为，SPAC只是一种让投资人承担风险、投资银行和管理人捞取高额管理费用的诡计；推动者则认为，SPAC是一种培育高科技企业的金融创新。无论如何，近两年SPAC再次在美国兴起，中国也成为SPAC瞄准的一个目标市场。

“SPAC可以看做是一只已经上市的私募基金。与普通私募基金不同的是，SPAC提前解决了上市融资和退出问题。”磐天中国资本（Pantheon China Acquisition Corp.，PCAC）合伙人、董事长兼CEO陈大江对《财经金融实务》记者说。

2006年12月14日，磐天中国资本在美国OTCBB市场上市交易，首期融资3450万美元，成为又一家专注于中国市场的SPAC。

奥瑞金路径

投资奥瑞金并与其合并的SPAC名为Chardan China Acquisition Corp (CCAC)，于2003年12月5日在美国特拉华州（Delaware）注册成立，其发起股东包括理查德普鲁朴（Richard D. Proper）和他的儿子克里普鲁朴（Kerry Proper）、黄江南和张力等人。

这四人实际上既是股东，又是公司管理人：普鲁朴担任公司董事长，黄江南担任CEO，张黎担任CFO，克里担任副总裁。不过，四人并非全职为CCAC工作，而且担任管理职务不收取报

酬。他们所期待的是未来完成合并后，从所持有的股份上获得一笔高额回报。

CCAC在其上市招股说明书中称，该公司目标是与一家在中国运营、具有高增长潜力的公司进行合并。虽然没有任何实业，就靠着管理团队和概念，CCAC于2004年6月在美国OTCBB市场进行了IPO，融资约2124万美元。

与一般上市公司不同的是，SPAC的IPO融资所得的95%资金要存到一个信托账户。根据CCAC向美国证监会披露的材料，CCAC所筹集到的资金中，除一部分作为CCAC的运营费用，大约2052万美元被存放于一个信托账户（trust account），直到CCAC完成股份购买或者被清盘才能被解冻。

从2004年4月开始，CCAC开始在中国寻找潜在的合并目标，最终把目光投向奥瑞金。奥瑞金主要从事杂交庄稼种子的研究、开发、生产和销售。从2002年到2004年，北京奥瑞金实现了年收入平均增长高于30%的业绩，2004年收入约为3600万美元。

CCAC与奥瑞金从见面到达成合并只不过用了四个月时间。2004年6月，CCAC与奥瑞金的顾问北京传隆投资有限公司（Chum Investment Corporation，下称传隆）在北京进行第一次正式会面。两天之后，CAAC、传隆和奥瑞金股东的代表在奥瑞金的办公室进行了会面，讨论了尽职调查、信息交换、收购价格和其它条款等收购相关问题。8月23日，三方在北京再次进行了谈判。到9月中下旬，CCAC与奥瑞金已初步达成合并协议。

根据双方安排，奥瑞金进行了结构重组，于2004年10月6日在BVI注册了State Harvest Limited，下面控制北京奥瑞金和奥瑞金生物科技（Origin Biotechnology），北京奥瑞金下面又控制着河南奥瑞金、德农正成（Denong Zhengchen）和长春奥瑞金三家公司。State Harvest的股东则分别是韩庚辰100%持股的Sinodream Limited、袁亮100%持股的Bonasmart Limited以及杨雅生100%持股的Leekdon Limited。

CCAC亦在BVI成立一家名为Origin Agritech Limited.的全资子公司，CCAC通过Origin Agritech以换股加现金1000万美元（此价格根据未来最高可能调整至1500万美元）形式，从State Harvest股东手中收购全部State Harvest股份，State Harvest全部股东转成了Origin Agritech股东。之后，CCAC合并进入Origin Agritech，CCAC亦改名为Origin Agritech。

一旦合并完成，State Harvest将成为Origin Agritech全资子公司。Origin Agritech最终由公众持股53.3%，韩庚辰、袁亮和杨雅生通过三人各自100%持股的Sinodream Limited、Bonasmart Limited和Leekdon Limited，持有Origin Agritech14.2%、14.2%和3.3%股份，其它股东持股10%。

2004年12月20日，CCAC及克里普鲁朴、理查德普鲁朴等CAAC股东与State Harvest及韩庚辰、杨雅生、袁亮等奥瑞金的股东和高管之间，签署了最终的股份收购协议（Stock Purchase Agreement）。

双方还约定，在完成合并后的Origin Agritech公司中，由九人组成的董事会里五人来自原来的奥瑞金，两人来自CCAC，另外两位董事将由奥瑞金和CCAC共同决定。如此，企业的经营权仍在韩庚辰等创办人手里。

在股份收购协议签署了差不多一年之后，CCAC与奥瑞金于2005年11月8日完成

(close) 合并，第二天即从OTCBB转到纳斯达克挂牌交易，并改名为Origin Agritech，其普通股、权证和股份单位（UNIT）的交易代码分别是SEED、SEEDW和SEEDU。

Origin Agritech股价从当时的 9 美元/股开始上涨，最高时接近 18 美元/股，差不多翻了一番。不过，目前奥瑞金股价回落至 9 美元/股左右。

SPAC 风起

最早的 SPAC 出现在上世纪 90 年代初，由美国一家投行 Early Bird Capital 公司合伙人发明，SPAC 甚至成为了该公司的注册商标。不过，整个 90 年代，只有 13 家 SPAC 在美国 OTCBB 市场挂牌交易，并完成与实业公司的合并，其中有 12 家 SPAC 进行过再融资。

此时恰逢美国出现互联网泡沫，大量风险投资追逐高科技企业，上市相对容易，因此 SPAC 这种上市方式未成为主流。

但随着互联网泡沫破灭，登陆纳斯达克变得不那么容易，SPAC 浪潮从 2003 年开始在美国兴起。据《美国新闻和世界报道》（US News and World Report）报道，2004 年美国只有 11 只 SPAC 公开上市，筹资不到 5 亿美元，2005 年申请上市的 SPAC 超过 50 只，当年约有一半筹集到了 12 亿美元，而且像花旗银行、德意志银行等一流投行也开始介入 SPAC。由德意志银行承销的名为 Cold Spring Capital 的 SPAC，筹资高达 1.2 亿美元。

根据美国证券交易委员会（SEC）网站材料，SPAC 属于空白支票公司（Blank Check Company），即处于发展阶段、并无明确商业计划和目的，或者表明其商业计划是与其他公司、实体或者个人进行合并或收购的公司。根据美国证监会规定，空白支票公司在上市出售股份时，将无法获得某些条件的豁免。事实上，由于 SPAC 的高风险，认购 SPAC 股份的一般多为机构投资者。

SPAC 由于没有实际业务，不能在纳斯达克上市交易，于是，多数 SPAC 都在美国的 OTCBB（Over the Counter Bulletin Board）市场挂牌交易。OTCBB 是一个电子报价系统，显示的是许多没有在美国纳斯达克和全国性证券交易所挂牌的 OTC 证券的价格信息，包括即时报价、上一成交价格 and 成交信息。

美国证监会强调指出，OTCBB 虽然受美国全国证券交易者协会（National Association of Securities Dealers, NASD）监管，但是并不属于美国纳斯达克证券市场的组成部分。不过，SPAC 实现与实业公司合并之后，一般都可以满足转到纳斯达克挂牌交易的条件。

“可以看出，SPAC 集直接上市、私募投资、二次融资等金融产品的特征于一体，并优化了各个金融产品的特征。”陈大江说，“和引入私人股权投资（PE）相比，通过 SPAC 融资，优点在于交易结构更加灵活，同时企业管理层保持了对企业的控制权，而且所融资本是立即可交易的。”

一位参与过中国企业通过 SPAC 上市的律师对《财经金融实务》记者表示，以前大的投行、中介机构对 SPAC 介入很少，因为担心其中的法律风险，怕有黑箱操作，从而被 SEC 调查。近两年情况可能有一些改变，有一些有实力的公司和投行开始介入，因此最终还是能有 SPAC 做成的。

不过这位律师表示，与直接 IPO 上市相比，走后门上市、买壳上市等捷径固然成本低一些，但最终往往是绕了一个弯路，而没得到直接上市的那些好处，因此他不建议中国企业海外上市走 SPAC 这样的捷径。

在美国 OTCBB 上市的 SPAC 中，专门针对中国市场的就有 Chardan China Acquisition Corp (CCAC)、China Unistone Acquisition Corp (CUAC)、Chardan North China Acquisition Corp (CNCAC)、Chardan South China Acquisition Corp (CSCAC)、Great Wall Acquisition Corp (GWAC)、Pantheon China Acquisition Corp. (磐天中国资本，PCAC) 等。其中，Chardan 系列 SPAC、CUAC 和磐天均由 EarlyBirdCapital 公司承销上市。

目前，除 CCAC 已经完成对奥瑞金合并，CNCAC 已经于近日向美国证监会递交了与好利时公司 (HLS System International Ltd.) 的合并计划，CUAC 于 2006 年 9 月递交了与宇诚科技有限公司的合并计划，GWAC 正在进行与 ChinaCast 的合并。

2006 年，中国商务部等六部委联合颁布了《关于外国投资者并购境内企业的规定》（下称 10 号文），其中规定，特殊目的公司以股权并购境内公司的，境内公司需向商务部获得特殊目的公司的批准证书，而该证书只在“一年内有效”。这意味着给境内公司海外上市施加了一个时间限制，增加了投资者退出的不确定性。陈大江认为，由于 10 号文的出台，反而更显示出通过 SPAC 完成海外上市的优势。

“对于被投资企业，SPAC 的好处一是资金有保证，二是合并即上市，三是成本一般也比企业直接上市较低。”陈大江说